

业绩符合预期，并购管理改善逻辑初步兑现

投资要点

- **业绩总结:** 2020年实现营业收入10.5亿元(+15%)，归母净利润1.86亿元(+16%)，扣非后1.61亿元(+13%)；21Q1实现营收2.85亿元(+35.3%)，归母净利润0.56亿元(+125.7%)。业绩符合预期，2020年业绩达到激励目标，管理改善逻辑得到初步兑现。
- **业绩符合预期，管理改善逻辑初步兑现。** 2020年公司净利率稳中有升，同比提升0.2pp至17.7%，毛利率与费用率同步降低，未来随着公司产品结构改善，高毛利的特免产品占比提升以及总部生产规模的扩大降低成本，盈利质量有望逐步提升。2020年公司内生采浆量稳中有升，21Q1批签发量亦保持较快增长。其中派斯菲科于21年2月正式并表，我们拆分估计贡献Q1收入和业绩10%左右，扣除后广东双林21Q1收入增长约为15~20%，未来随着公司整合双林和派斯菲科销售、研发能力，潜在动能有望逐步释放。
- **并购派斯菲科+供浆协议，快速跻身千吨梯队。** 公司并购派斯菲科落地，实现规模快速扩张，自有浆站达到32家，包括双林13家+派斯菲科19家，其中派斯菲科9家待建，1家迁址；此外公司与新疆德源达成供浆协议，2020-2025每年新增至少180吨血浆，目前调浆已经投入生产。整体来看公司采浆量5年有望达到1500吨，行业地位和综合实力基础得以奠定。
- **新品上市+产品结构改善提升吨浆净利润。** 公司人凝血因子VIII于2020年6月获批上市，21Q1开始获批签发，预计2022年底大幅放量；同时纤原和人凝血酶原复合物均已完成临床实验总结，准备申报上市，人凝血因子VIII和纤原产品分别有望给公司吨浆净利润带来8-10万元的提升。此外公司还开始积极推进人凝血九因子和新一代高纯静丙，研发完成有望实现平台性提升，奠定长期发展基础。
- **盈利预测与投资建议。** 考虑派斯菲科于2021年开始正式并表，预计2021~2023年归母净利润为4.8亿元、6.7亿元、8.4亿元。公司控股股东变更为浙民投，经营管理逐步精细化；同时并购和供浆协议逐步落地，2022年采浆量有望突破一千吨，现有浆站资质3年采浆量有望达到1500吨；新品凝血因子VIII获批有望提升吨浆净利润。公司长期发展基础坚实，三因子共振下盈利能力有望恢复正常水平，维持“买入”评级。
- **风险提示:** 采浆量不达预期、血制品降价、派斯菲科销售能力不及预期等风险。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1049.94	2041.26	2495.69	3010.62
增长率	14.67%	94.42%	22.26%	20.63%
归属母公司净利润(百万元)	185.97	479.84	668.30	839.94
增长率	15.90%	158.03%	39.28%	25.68%
每股收益EPS(元)	0.25	0.66	0.91	1.15
净资产收益率ROE	18.89%	33.64%	33.47%	31.10%
PE	146	56	41	32
PB	28.07	19.25	13.68	10.09

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 杜向阳
执业证号: S1250520030002
电话: 021-68416017
邮箱: duxy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	7.32
流通A股(亿股)	4.87
52周内股价区间(元)	33.89-77.3
总市值(亿元)	270.99
总资产(亿元)	69.29
每股净资产(元)	8.12

相关研究

1. 双林生物(000403): 短期业绩略低于预期，综合实力有望快速提升 (2020-10-29)
2. 双林生物(000403): 业绩符合预期，综合竞争力有望提升 (2020-08-28)
3. 双林生物(000403): 资产重组+新品获批+合作供浆，盈利水平恢复可期 (2020-07-03)
4. 双林生物(000403): 激励方案及资产重组方案利好公司中长期发展 (2020-05-15)

派斯菲科简介

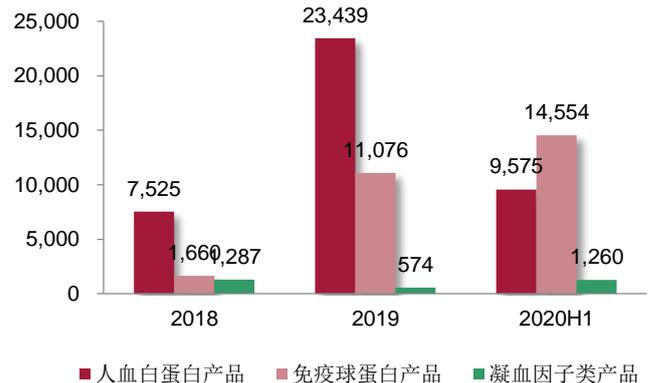
哈尔滨派斯菲科成立于 1992 年，长期从事血浆采集及血液制品的研发、生产、销售。派斯菲科拥有 21 家全资子公司，主要分布在黑龙江省内，经营单采血浆业务，其中 10 个运营中，2 个迁址中，9 个在建。派斯菲科 2019 年采浆量 240 吨。并表后，派林生物将拥有运营浆站 13+10 个，可再建 9 个，未来共计 32 个浆站。

图 1：派斯菲科历史业绩（百万元）



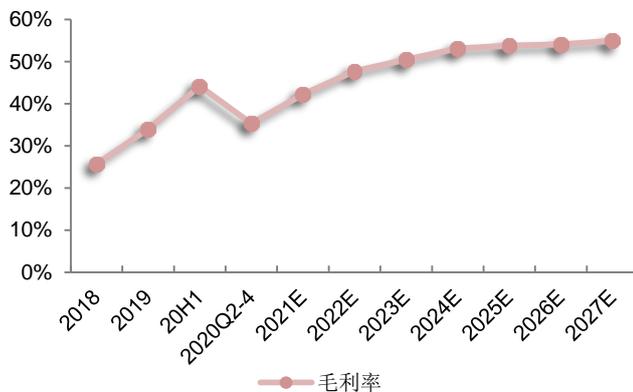
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 2：派斯菲科收入拆分（万元）



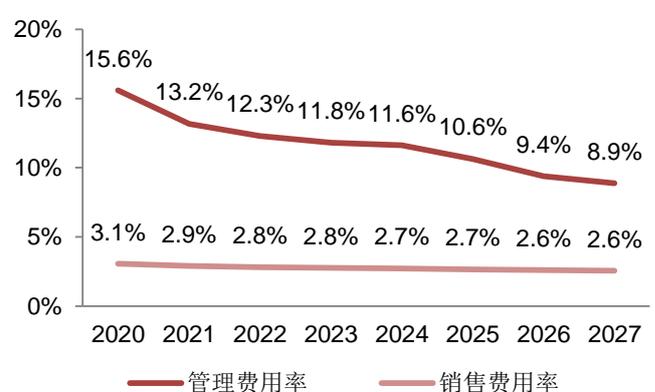
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 3：派斯菲科毛利率（包含并购草案预测值）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：派斯菲科管理和销售费率（包含并购草案预测值）



数据来源：公司公告，西南证券整理

从品种来看，派斯菲科主要产品规格涵盖人血白蛋白、人纤维蛋白原、静注人免疫球蛋白 (pH4) / 静丙、冻干静注人免疫球蛋白 (pH4)、人免疫球蛋白、乙型肝炎人免疫球蛋白、破伤风人免疫球蛋白、狂犬病人免疫球蛋白、静注乙型肝炎人免疫球蛋白 (pH4) 等 9 个品种、29 个规格。公司正从 2017 年 11 月取回 GMP 证书开始逐步恢复生产，2018-2020 年企业的生产销售均处于恢复阶段，产能利用不足，主要生产销售品种为人血白蛋白、静丙、人纤维蛋白原。

重点假设:

1、广东双林 2021~2023 年采浆量分别为 474、517、554 吨；派斯菲科分别为 284、359、454 吨；新疆德源供浆按照协议约定的最低量每年 180 吨。

2、广东双林吨浆收入 2021~2023 年分别为 231、255、281 万元；派斯菲科分别为 188、200、208 万元；

3、公司不断优化控费能力，2021~2023 年净利率随管理、销售费用率下降得到提升，2021~2023 年分别为 23%、26%、26%。

表 1：考虑并表的盈利预测

百万元	2020	2021E	2022E	2023E
收入	1440 (包含派斯)	2041	2496	3011
yoy	14%	42%	22%	21%
其中：一、双林生物	1050	1509	1778	2066
yoy		44%	18%	16%
二、派斯菲科	390	533	717	945
yoy		37%	35%	32%
吨浆收入(万元)	191	218	236	254
其中：一、双林生物	194	231	255	281
二、派斯菲科	181	188	200	208
毛利率		49.3%	49.8%	50.3%
净利率	18%	23%	26%	26%
净利润	267	480	668	840
yoy		80%	39%	26%
派林生物业绩考核区间	237~275	420~490	580~680	-
其中：一、双林生物	186	346	461	546
yoy		86%	33%	18%
二、派斯菲科	81	134	207	294
yoy		65%	55%	42%
采浆量(吨)	755	937	1056	1187
其中：一、双林生物	440	474	517	554
新疆德源	100	180	180	180
二、派斯菲科	215	284	359	454
yoy	0%	24%	13%	12%

数据来源：Wind，西南证券；备注：2020 年派斯菲科为我们预测口径

考虑派斯菲科于 2021 年 2 月开始正式并表，预计 2021~2023 年归母净利润为 4.8 亿元、6.7 亿元、8.4 亿元。公司控股股东变更为浙民投，经营管理逐步精细化；同时并购和供浆协议逐步落地，2022 年采浆量有望突破一万吨，现有浆站资质 3 年采浆量有望达到 1500 吨；新品凝血因子 VIII 获批有望提升吨浆净利润。公司长期发展基础坚实，三因子共振下盈利能力有望恢复正常水平，维持“买入”评级。

表 2: 可比估值表

股票代码	股票简称	股价	市值 (亿元)	归母净利润(百万元)			PE		
				2021E	2022E	2022E	2021E	2022E	2023E
002007.SZ	华兰生物	38.70	706	1991	2429	2883	35	29	24
600161.SH	天坛生物	33.76	464	784	970	1204	59	48	38
300294.SZ	博雅生物	34.32	149	407	516	636	37	29	23
平均值							44	35	29
000403.SZ	派林生物	35.23	258	480	668	840	54	39	31

数据来源: Wind, 西南证券整理; 数据截止 2021/5/10

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1049.94	2041.26	2495.69	3010.62	净利润	182.68	471.37	656.51	825.12
营业成本	537.36	1034.51	1252.34	1495.67	折旧与摊销	55.72	69.62	69.62	69.62
营业税金及附加	7.19	15.00	18.09	21.73	财务费用	1.07	4.19	-3.42	-18.00
销售费用	158.62	257.00	260.00	309.00	资产减值损失	-5.25	-3.83	-4.54	-4.19
管理费用	117.53	140.00	150.00	167.35	经营营运资本变动	-113.95	-355.68	-205.92	-203.95
财务费用	1.07	4.19	-3.42	-18.00	其他	74.57	5.63	-0.15	2.60
资产减值损失	-5.25	-3.83	-4.54	-4.19	经营活动现金流净额	194.84	191.30	512.10	671.20
投资收益	0.00	2.53	2.37	2.03	资本支出	-85.25	-7.93	-8.47	-7.70
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-217.56	2.53	2.37	2.03
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-302.81	-5.40	-6.10	-5.67
营业利润	220.30	567.92	786.60	990.39	短期借款	222.41	-32.64	-299.76	0.00
其他非经营损益	-3.10	2.13	1.52	0.95	长期借款	20.02	0.00	0.00	0.00
利润总额	217.19	570.04	788.12	991.34	股权融资	155.99	0.00	0.00	0.00
所得税	34.51	98.67	131.61	166.22	支付股利	-82.90	-37.19	-95.97	-133.66
净利润	182.68	471.37	656.51	825.12	其他	-218.85	-14.77	-3.59	10.13
少数股东损益	-3.28	-8.47	-11.79	-14.82	筹资活动现金流净额	96.66	-84.61	-399.32	-123.53
归属母公司股东净利润	185.97	479.84	668.30	839.94	现金流量净额	-11.31	101.30	106.67	542.00
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	102.83	204.13	310.80	852.80	成长能力				
应收和预付款项	310.84	554.80	696.42	840.95	销售收入增长率	14.67%	94.42%	22.26%	20.63%
存货	441.76	846.15	1027.54	1227.15	营业利润增长率	22.36%	157.80%	38.51%	25.91%
其他流动资产	18.12	5.88	7.19	8.67	净利润增长率	15.74%	158.03%	39.28%	25.68%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	8.41%	131.60%	32.89%	22.19%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	481.59	410.85	339.04	265.94	毛利率	48.82%	49.32%	49.82%	50.32%
无形资产和开发支出	91.09	101.17	112.87	125.09	三费率	26.40%	19.65%	16.29%	15.22%
其他非流动资产	206.39	205.35	204.31	203.27	净利率	17.40%	23.09%	26.31%	27.41%
资产总计	1652.62	2328.33	2698.18	3523.87	ROE	18.89%	33.64%	33.47%	31.10%
短期借款	332.41	299.76	0.00	0.00	ROA	11.05%	20.25%	24.33%	23.42%
应付和预收款项	125.00	250.15	294.03	355.47	ROIC	18.58%	35.68%	40.12%	44.29%
长期借款	20.02	20.02	20.02	20.02	EBITDA/销售收入	26.39%	31.44%	34.17%	34.61%
其他负债	208.28	357.31	422.50	495.29	营运能力				
负债合计	685.71	927.24	736.55	870.78	总资产周转率	0.72	1.03	0.99	0.97
股本	492.43	732.04	732.04	732.04	固定资产周转率	2.63	5.30	7.81	11.84
资本公积	52.56	52.56	52.56	52.56	应收账款周转率	4.35	5.44	4.64	4.52
留存收益	455.30	897.95	1470.28	2176.56	存货周转率	1.27	1.60	1.33	1.32
归属母公司股东权益	965.32	1407.96	1980.30	2686.58	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	91.27%	—	—	—
少数股东权益	1.59	-6.88	-18.67	-33.49	资本结构				
股东权益合计	966.91	1401.09	1961.63	2653.09	资产负债率	41.49%	39.82%	27.30%	24.71%
负债和股东权益合计	1652.62	2328.33	2698.18	3523.87	带息债务/总负债	51.40%	34.49%	2.72%	2.30%
					流动比率	1.36	1.80	2.88	3.44
					速动比率	0.67	0.86	1.43	2.00
					股利支付率	44.58%	7.75%	14.36%	15.91%
					每股指标				
					每股收益	0.25	0.66	0.91	1.15
					每股净资产	1.32	1.92	2.71	3.67
					每股经营现金	0.27	0.26	0.70	0.92
					每股股利	0.11	0.05	0.13	0.18
业绩和估值指标									
	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	277.09	641.73	852.80	1042.01					
PE	145.73	56.48	40.55	32.26					
PB	28.07	19.25	13.68	10.09					
PS	25.81	13.28	10.86	9.00					
EV/EBITDA	65.98	28.28	20.81	16.51					
股息率	0.31%	0.14%	0.35%	0.49%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn